
HUBUNGAN ANTARA SET KESEMPATAN INVESTASI DENGAN KEBIJAKAN PENDANAAN DAN DIVIDEN, SERTA LEVERAGE FINANCIAL

Shanti*
Ratna Wulaningrum**

Abstract

The objectives of this study are to investigate the association between the investment opportunity set (IOS) values as firm growth proxy and realized firm growth, corporate financing, dividend policies, and leverage financial. Five proxies IOS are used as firm growth indicator such as market to book value of assets (MVABVA), market to book value of equity (MVEBVE), firm value to book value of property, plant and equipment (VPPE), capital expenditure to book value assets (CAPBVA), and capital expenditure to market value assets (CAPMVA). The empirical results shows that there are positive correlations between the five proxies IOS are used and realized firm growth, though the correlations are weak. The others results shows that growth firms have lower financing, dividend policies, and leverage financial than non-growth firms. It means growth firms more amount using internal fund in its company fund than non-growth firms.

Keywords : *Proxies IOS as firm growth proxy, correlations, corporate financing, dividends policies, and leverage financial.*

Pendahuluan

Penelitian mengenai Set Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set*/IOS) dimulai oleh penelitian yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992) tentang proposisi asosiasi antara Set Kesempatan Investasi (IOS) dengan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi. Data yang digunakan adalah data pada tingkat industri dengan hasil penelitian menyatakan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi, menggunakan hutang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, membayar dividen lebih kecil, dan membayar kompensasi eksekutif lebih besar dengan mengandalkan pada *stock option plans*.

Penelitian berikutnya adalah penelitian Gaver dan Gaver (1993) yang memperluas penelitian Smith dan Watts (1992) dengan menggunakan data pada tingkat perusahaan dan gabungan ukuran IOS. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki rasio *debt to equity* yang lebih rendah, *dividend yield* yang lebih rendah, membayar kompensasi eksekutif lebih tinggi, dan *insiden stock options plans* yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak bertumbuh. Hasil pada tingkat perusahaan penelitian Gaver dan Gaver (1993) tersebut, konsisten dengan hasil pada tingkat industri penelitian Smith dan Watts (1992).

* Staf Pengajar Tetap Fakultas Ekonomi Unika Widya Mandala Surabaya

** Staf Pengajar Politeknik Samarinda

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Skinner (1993) yang menginvestigasi pengaruh IOS terhadap pilihan prosedur akuntansi dan kebijakan *disclosure* perusahaan. Hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat hubungan antara pilihan prosedur akuntansi perusahaan dengan IOS. Hubungan ini tetap terjadi, meskipun telah dilakukan pengendalian terhadap variabel insentif kontrak manager sehubungan dengan pemilihan prosedur akuntansi yang berbeda tersebut.

Penelitian berikutnya adalah penelitian Kallapur dan Trombley (1999) yang mengevaluasi berbagai proksi untuk IOS berdasarkan hubungannya dengan pertumbuhan sesungguhnya (*realized growth*). Hasil penelitian menyatakan bahwa kesempatan investasi, rata-rata mengarah ke investasi aktual dan oleh karena itu mempengaruhi pertumbuhan sesungguhnya dalam periode tiga sampai lima tahun. Dengan menggunakan asosiasi dengan *realized growth* sebagai *benchmark*, ditemukan bahwa rasio *book-to-market* merupakan proksi yang paling valid untuk pertumbuhan.

Penelitian yang dilakukan oleh Sami, dkk. (1999) merupakan pengembangan penelitian yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993) dengan menambah ukuran untuk konstruksi indeks IOS dan variabel baru mengenai kebijakan perusahaan, yaitu pengaruh IOS terhadap kebijakan *leasing*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa teori IOS memiliki *explanatory power* yang lebih tinggi dalam hal kebijakan pendanaan, kompensasi, dan *leasing* daripada dalam aspek dividen.

Berdasarkan berbagai penelitian di atas, maka penilaian suatu perusahaan apakah perusahaan itu bertumbuh atau tidak bertumbuh adalah sangat penting. Potensi pertumbuhan ini dapat ditunjukkan melalui perbandingan antara nilai pasar saham dengan nilai bukunya dan adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Hartono, 1998; Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993; Sami, dkk., 1999; Chung dan Charoenwong, 1991). Analisis fundamental sebagai salah satu pendekatan untuk melakukan analisis investasi di pasar sekuritas mengasumsikan bahwa setiap sekuritas mempunyai nilai intrinsik yang dapat ditentukan berdasarkan fundamental perusahaan seperti laba, dividen, struktur modal, dan potensi pertumbuhan perusahaan (Foster, 1986:309). Nilai intrinsik atau nilai fundamental adalah nilai yang mencerminkan nilai perusahaan yang sebenarnya (Hartono, 1998). Analisis secara detail dengan pendekatan ini lebih memfokuskan pada laporan keuangan untuk pendeteksian perbedaan antara harga pasar sekuritas dengan nilai intrinsiknya (Foster, 1986:309). Karakteristik pertumbuhan perusahaan ini dapat memberikan manfaat bagi investor, para analis sekuritas, dan *stakeholder* lainnya di masa yang akan datang dalam menentukan keputusan investasinya. Bagi investor dan analis sekuritas manfaatnya adalah sebagai dasar untuk menentukan portofolio saham yang akan dibentuk karena klasifikasi potensi pertumbuhan perusahaan dapat mengindikasikan suatu risiko yang melekat pada saham perusahaan. Hubungan antara potensi pertumbuhan perusahaan dengan risiko suatu saham telah ditemukan buktinya oleh Chung dan Charoenwong (1991) dalam studinya yang menyatakan bahwa perusahaan yang

tidak berpotensi tumbuh mempunyai risiko tidak sistematis lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang berpotensi tumbuh.

Tinjauan Pustaka

1. Set Kesempatan Investasi (IOS)

Set kesempatan investasi (IOS) adalah proksi yang dapat digunakan untuk melihat peluang tumbuh perusahaan (*growth opportunities*) (Barclay dkk, 2001; Jones dan Sharma, 2001). IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi (*growth options*) pada masa yang akan datang dengan *net present value* (NPV) positif (Myers, 1977). Selanjutnya proksi IOS ini dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan. Perusahaan dengan peluang tumbuh rendah akan mempunyai *assets in place* yang tinggi, sedangkan perusahaan dengan peluang tumbuh tinggi mempunyai *assets in place* yang rendah.

IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar (Gaver dan Gaver, 1993). Komponen nilai perusahaan yang merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk melakukan investasi di masa yang akan datang merupakan IOS (Myers, 1977; Smith dan Watts, 1992).

IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), oleh karena itu diperlukan proksi (Hartono, 1998). Hal ini didukung oleh Kallapur dan Trombley (2001) yang menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak-pihak di luar perusahaan. Kelompok klasifikasi proksi IOS menurut Kallapur dan Trombley (2001) dalam penelitiannya terdapat 4 jenis, yaitu :

1. Proksi berbasis harga (*price-based proxies*).
Proksi berbasis harga mendasarkan pada perbedaan antara aset dan nilai perusahaan, oleh karena itu proksi ini sangat tergantung pada harga saham (Hartono, 1998). Proksi ini berdasarkan ide bahwa jika prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar, maka perusahaan yang berpotensi tumbuh akan mempunyai nilai pasar relatif yang lebih tinggi dibandingkan dengan aset yang dimilikinya (*assets in place*). Proksi berbasis harga yang digunakan dalam penelitian ini adalah : (1) rasio *market to book value of assets* (MVABVA), (2) rasio *market to book value of equity* (MVEBVE), dan (3) rasio *firm value to book value of property, plant and equipment* (VPPE).
2. Proksi berbasis investasi (*investment-based proxies*).
Proksi berbasis investasi menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999). Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan. Perusahaan dengan IOS yang tinggi juga akan mempunyai

tingkat investasi yang sama tinggi, yang dikonversi menjadi aset yang dimiliki (Kallapur dan Trombley, 2001). Proksi IOS berbasis investasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah : (1) rasio *capital expenditure to book value assets* (CAPBVA) dan (2) rasio *capital expenditure to market value assets* (CAPMVA). Kedua rasio ini menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan.

3. Proksi berbasis ukuran-ukuran varian (*variance measures*). Proksi ini berdasarkan ide bahwa suatu pilihan akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya pilihan yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aset.

4. Proksi berbasis ukuran-ukuran gabungan (*composite measures*). Proksi ini menyertakan berbagai wakil atau berdasarkan pada bukti lain mengenai IOS perusahaan. Contoh : Gaver dan Gaver (1993) mengkombinasikan ukuran-ukuran IOS ini ke dalam ukuran gabungan dengan menggunakan *factor analysis*.

Penelitian ini menggunakan 3 proksi IOS berbasis harga (MVABVA, MVEBVE, dan VPPE) dan 2 proksi IOS berbasis investasi (CAPBVA dan CAPMVA). Kelima proksi IOS tersebut merupakan proksi IOS yang paling informatif dan memiliki kandungan informasi (*informasi content*) yang paling tinggi dibandingkan proksi IOS yang lain. Proksi ini secara signifikan berhubungan dengan nilai peluang tumbuh investasi suatu perusahaan (Adam dan Goyal, 1999). Perusahaan yang mempunyai rasio MVABVA dan MVEBVE yang tinggi akan memiliki pertumbuhan aset dan ekuitas yang besar. Smith dan Watts (1992) membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki rasio nilai pasar terhadap nilai bukunya lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Rasio MVABVA dan MVEBVE berkorelasi positif terhadap pertumbuhan aset dan ekuitas. Kallapur dan Trombley (1999) menemukan bukti atas korelasi ini secara signifikan. Rasio VPPE dapat menunjukkan adanya investasi aktiva tetap yang produktif (Subekti, 2001). Rasio ini menunjukkan investasi masa lalu pada *property, plant and equipment* yang ditunjukkan sebagai *assets in place* (Skinner, 1993). Rasio VPPE ini juga berkorelasi positif terhadap pertumbuhan aset dan ekuitas (Kallapur dan Trombley, 1999). Rasio CAPBVA dan CAPMVA menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan yang dapat dimanfaatkan untuk tambahan investasi aset produktif sehingga dapat meningkatkan potensi pertumbuhan perusahaan. Kallapur dan Trombley (1999) menemukan bukti yang kuat bahwa kedua rasio ini berkorelasi positif dengan realisasi pertumbuhan perusahaan.

- H_{1-a} : Rasio MVABVA berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas.
- H_{1-b} : Rasio MVEBVE berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas.
- H_{1-c} : Rasio VPPE berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas.
- H_{1-d} : Rasio CAPBVA berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas.

H_{1-c}: Rasio CAPMVA berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas.

2. Hubungan IOS dengan Kebijakan Pendanaan berdasarkan Teori *Contracting*

Fokus utama dalam penelitian IOS selalu berdasarkan pada pengertian peranan IOS dalam kontrak yang optimal oleh perusahaan. Hubungan antara IOS dan hasil kontrak yang optimal dari beberapa faktor bersumber pada teori agensi, yang meliputi konflik antara *shareholder* dan *debtholder*, kos agensi, dan masalah pengukuran kinerja.

Dalam perspektif kontrak yang efisien (*efficiency contracting*), manager secara khusus akan memilih metoda akuntansi yang dapat meminimumkan kos agensi sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Berdasarkan karakteristik organisasional dan konsekuensi kos agensi, maka perbedaan di antara perusahaan yang mengarah pada perspektif kontrak yang efisien akan mencari satu solusi kontrak yang baik dalam pengimplementasian satu set kebijakan pendanaan dan prosedur akuntansi yang dapat diterima oleh manajemen maupun pemegang saham (Skinner, 1993). Smith dan Watts (1992) melakukan pengujian perspektif kontrak yang efisien ini dengan menginvestigasi hubungan antara karakteristik perusahaan dengan IOS yang secara konseptual menyatakan bahwa potensi pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan yang dibuat oleh perusahaan (seperti kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi). Hasil penelitian Smith dan Watts (1992) tersebut membuktikan bahwa perusahaan yang berpotensi untuk tumbuh mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak berpotensi tumbuh. Kecenderungan ini dilakukan untuk mengurangi masalah agensi yang potensial berhubungan dengan eksistensi hutang yang berisiko dalam struktur modalnya, yaitu bahwa perusahaan yang berpotensi tumbuh cenderung pada kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah daripada perusahaan yang berpotensi tumbuh. Hal ini dilakukan untuk menurunkan masalah-masalah agensi yang berhubungan dengan kebebasan aliran kas (*free cash flow*) perusahaan. *Free cash flow* dan IOS memiliki hubungan yang negatif, semakin besar IOS, maka semakin positif *net present projects* yang tersedia. Masalah kos agensi tidak terlalu serius jika IOS perusahaan tinggi, karena dapat mengurangi kebutuhan penggunaan mekanisme seperti hutang atau dividen untuk membebani disiplin penggunaan kas oleh manager. Sebagai hasilnya, terdapat hubungan yang negatif antara IOS dan *leverage* dan antara IOS dan *dividend payout*.

Tingkat nilai perusahaan yang lebih diwakili oleh IOS daripada asset yang dimiliki (*assets in place*) akan cenderung kurang menggunakan hutang dalam struktur modal mereka. Perusahaan dengan IOS yang tinggi cenderung untuk menghindari penerbitan hutang publik dengan akuntansi yang berdasarkan perjanjian. Hasil ini konsisten dengan teori agensi bahwa perusahaan dengan IOS yang relatif tinggi menghindari hutang yang terlalu mahal.

H₂ : Perusahaan yang bertumbuh mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak bertumbuh.

3. Hubungan IOS dengan Kebijakan Dividen berdasarkan Teori *Contracting*

Gaver dan Gaver (1993) dan Smith dan Watts (1993) mengindikasikan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara kebijakan dividen dan IOS. Menurut Barclay, dkk. (1998), perusahaan dengan peluang bertumbuh yang tinggi akan membayar dividen yang rendah karena mempunyai kesempatan yang *profitable* dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak terdoda untuk membayar bagian yang lebih besar dari labanya kepada pihak luar. Sebaliknya perusahaan yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen maupun bunga. Pernyataan ini menurut Barclay dan Smith (1998) konsisten dengan prediksi teori *contracting* yang mengisyaratkan bahwa perusahaan yang mempunyai peluang untuk tumbuh lebih besar akan mempunyai hutang yang lebih sedikit dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan solusi atas masalah-masalah yang berkaitan dengan hutangnya.

Semakin besar jumlah investasi dalam suatu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan yang bertumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah (Jensen, 1986 dalam Smith dan Watts, 1992). Hal ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* (Myers dan Majluf, 1984 dalam Hartono, 1999) yang menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif lebih rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya (Hartono, 1999).

Hasil penelitian Gaver dan Gaver (1993) menunjukkan bahwa *dividend yields* signifikan berkorelasi negatif dengan IOS, namun korelasi IOS dengan rasio *dividend payout* tidak signifikan. Penelitian Sami, dkk. (1999) menunjukkan bahwa IOS berkorelasi negatif walaupun tidak signifikan dengan kebijakan dividen ketika kebijakan dividen diukur dengan *dividend yields*, dan sebaliknya berkorelasi positif signifikan ketika diukur dengan *dividend payout*. Sami, dkk. (1999) menduga bahwa terdapat *measurement error* dalam *dividend payout* sehingga menyandarkan temuannya pada *dividend yields* saja.

H₃ : Perusahaan yang bertumbuh cenderung membayar dividen dalam jumlah yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak bertumbuh.

4. Hubungan IOS dengan *Leverage Finansial*

Leverage finansial (hutang dibagi total aset) adalah pengukur bagi kontrak antara manager dengan pemberi modal (Christie, 1990), yang dapat dijelaskan dengan hipotesis *debt covenant* dalam teori akuntansi positif (Watts dan Zimmerman, 1986). *Leverage finansial* menggambarkan hubungan antara total aset dengan modal saham biasa atau menunjukkan penggunaan hutang untuk meningkatkan laba (Subramanyam, 2001). Rasio *leverage* menunjukkan seberapa besar aset didanai dengan hutang, sehingga menunjukkan risiko bagi pemberi

pinjaman. *Leverage* penting dianalisis karena berkaitan dengan kinerja perusahaan (Weill, 2000).

Gul, Leung, dan Srinidhi (2000) menyatakan bahwa tingkat hutang berpengaruh secara negatif terhadap relasi laba-*returns*, artinya bahwa hutang yang tinggi memperlemah hubungan akrual diskresioner dengan laba masa depan pada perusahaan dengan IOS tinggi. Penelitian empiris lain juga menunjukkan bahwa perusahaan bertumbuh memiliki hutang yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh (Myers, 1977; AlNajjar dan Riahi-Belkaoui, 2001; Gaver dan Gaver, 1993).

Myers (1986) berpendapat bahwa konflik antara *shareholder* dan *debtholder* dapat meningkat ketika proporsi nilai perusahaan yang berhubungan dengan IOS lebih besar daripada aset yang dimiliki (*assets in place*). *Debtholders* mengakui konflik ini, dan mengimbangnya dengan membebaskan kos dalam perusahaan dengan tingkat bunga yang lebih tinggi atau membebaninya melalui pembatasan perjanjian dalam hutang. Dihadapkan dengan kos yang lebih tinggi ini, manager perusahaan dengan peluang tumbuh yang tinggi mengurangnya dengan menggunakan hutang yang kecil dan lebih banyak menggunakan ekuitas dalam struktur modal perusahaan, yang menghasilkan hubungan negatif antara IOS dan *leverage*.

Hasil penelitian Kim (1982) mengenai struktur modal menyatakan bahwa salah satu tolok ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan dengan *leverage* keuangan yang kecil. Dengan *leverage* keuangan yang kecil, perusahaan cenderung dapat mengurangi risiko usahanya (risiko yang tidak sistematis). Chung dan Charoenwong (1991) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai peluang untuk tumbuh lebih mempunyai risiko saham sistematis yang lebih rendah.

Bowman (1980) berpendapat bahwa *leverage* keuangan dalam struktur modal berhubungan secara positif dengan risiko sistematis (beta) perusahaan, artinya semakin kecil *leverage* keuangan dalam struktur modal perusahaan, maka semakin kecil juga risikonya, dan sebaliknya. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa semakin kecil risiko perusahaan, maka kemungkinan untuk tumbuh dan berkembang semakin besar. Pernyataan ini menurut Baker (1993) konsisten dengan prediksi teori *contracting* yang mengisyaratkan bahwa perusahaan yang mempunyai peluang untuk tumbuh lebih besar akan mempunyai hutang yang lebih sedikit dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan solusi atas masalah-masalah yang berkaitan dengan hutangnya.

H₄ : Perusahaan yang bertumbuh memiliki hutang yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak bertumbuh.

Metode Penelitian

1. Data dan Sampel Penelitian

Sampel penelitian ini diambil berdasarkan metoda *purposive sampling* pada perusahaan-perusahaan industri yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta

mulai tahun 2001 sampai dengan 2002 yang memenuhi syarat-syarat penelitian sebagai berikut :

1. Perusahaan industri tersebut menerbitkan laporan keuangan tahunan yang berakhir tanggal 31 Desember.
2. Laporan keuangan tahunan perusahaan tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas yang negatif dan atau mengalami kerugian selama tahun 2001 sampai dengan tahun 2002.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder laporan keuangan tahunan yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2003* yang meliputi :

- a. Total aset, hutang dan ekuitas tahun ybs.
- b. Total aktiva tetap bersih tahun ybs dan tahun sebelumnya.
- c. Jumlah lembar saham yang beredar dan harga penutupan saham tahun ybs.
- d. Rasio *earning per share* (EPS), rasio *dividend yields*, rasio *dividend payout*, dan rasio *leverage* tahun ybs.

2. Proksi Variabel-Variabel Penelitian

1. Proksi IOS (Kallapur dan Trombley, 1999):

a. Proksi berbasis harga saham :

- 1) Rasio *Market to Book Value of Assets* (MVABVA) :
$$[\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham})] : \text{Total Aset.}$$
- 2) Rasio *Market to Book Value of Equity* (MVEBVE) :
$$(\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham}) : \text{Total Ekuitas.}$$
- 3) Rasio *Firm Value to Book value of Property, Plant, and Equipment* (VPPE) :
$$[\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham})] : \text{Aktiva Tetap Net.}$$

b. Proksi berbasis investasi :

- 1) Rasio *Capital Expenditure to Book Value Assets* (CAPBVA) :
$$(\text{Nilai Buku Aktiva Tetap tahun}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap tahun}_{t-1}) : \text{Total Aset.}$$
- 2) Rasio *Capital Expenditure to Market Value Assets* (CAPMVA) :
$$(\text{Nilai Buku Aktiva Tetap tahun}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap tahun}_{t-1}) : [\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham})].$$

2. Proksi Realisasi Pertumbuhan Perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999):

- a. Aset = $(\text{Total Aset tahun}_t - \text{Total Aset tahun}_{t-1}) : \text{Total Aset tahun}_{t-1}.$
- b. Ekuitas = $(\text{Total Ekuitas tahun}_t - \text{Total Ekuitas tahun}_{t-1}) : \text{Total Ekuitas tahun}_{t-1}.$

3. Proksi Kebijakan Pendanaan :

- a. *Bad Debt Equity* (BDE) = $\text{Total Hutang} : \text{Total Nilai Buku Ekuitas.}$

b. *Market Debt Equity* (MDE) = Total Hutang : (Lembar Saham Beredar
x Harga Penutupan Saham).

4. Proksi Kebijakan Dividen :

a. *Dividend Yields* (DY) = dividen perlembar saham : harga penutupan saham perlembar.

b. *Dividend Payout* (DP) = dividen perlembar saham : laba bersih perlembar saham (EPS).

3. Proksi *Leverage Financial* :

Leverage Ratio (LR) = Total Hutang : Total Aset.

Analisis Data dan Pembahasan

1. Penyeleksian Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh

Prosedur analisis faktor (*common factor analysis*) digunakan untuk penyeleksian perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh. Prosedur ini digunakan karena dapat mengidentifikasi dimensi-dimensi laten atau membentuk representasi atas variabel-variabel asli (Hair, dkk., 1995). Nilai masing-masing rasio proksi IOS setiap perusahaan sampel dihitung setiap tahunnya (tahun 2001 dan 2002), kemudian dihitung rata-ratanya untuk digunakan sebagai input data dalam prosedur analisis faktor.

Tabel 1
Common Factor Analysis Proksi IOS

A. Communalities 5 Proksi IOS					
Proksi IOS	MVABVA	MVEBVE	VPPE	CAPBVA	CAPMVA
Communalities	0,995	0,980	0,989	0,929	0,929
B. Initial Eigenvalues					
Component	1	2	3	4	5
Total Eigenvalues	2,967	1,855	0,142	0,031	0,005
C. Korelasi Proksi IOS dan Component					
Proksi IOS	MVABVA	MVEBVE	VPPE	CAPBVA	CAPMVA
Component 1	0,336	0,334	0,335	0,026	0,010
Component 2	-0,018	-0,014	-0,023	0,518	0,519

Sumber : Data diolah

Tabel 1 menunjukkan nilai *common factor analysis* proksi IOS individu. Nilai tersebut digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Jumlah kelima nilai *communalities* tersebut adalah sebesar 4,822, yaitu dua komponen yang mempunyai nilai total eigenvalues di atas 1 : komponen 1 (2,967) dan komponen 2 (1,855). Hal ini sesuai dengan *the rule of thumb* bahwa jumlah faktor yang digunakan sebagai variabel representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai total eigenvalues sama dengan atau lebih dari satu (Hair, dkk., 1995). Dalam kasus ini, dua komponen tersebut diperlukan untuk menjelaskan hubungan timbal-balik antara proksi IOS. Komponen satu

berkaitan dengan rasio nilai pasar pada nilai buku aset (MVABVA) dan *property, plant, and equipment* (VPPE) dengan nilai 0,336 dan 0,335. Komponen kedua berkaitan dengan rasio pengeluaran modal pada nilai pasar (CAPMVA) dan nilai buku aset (CAPBVA) dengan nilai 0,519 dan 0,518.

Penyeleksian sampel perusahaan menjadi kelompok perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dilakukan dengan cara menjumlahkan indeks komponen 1 dan 2 (Fac_1 dan 2) menjadi Fact_Sum, kemudian diurutkan mulai dari yang terkecil sampai dengan yang terbesar. Kelompok perusahaan tidak bertumbuh merupakan 45% indeks terendah dan kelompok perusahaan bertumbuh merupakan 45% indeks tertinggi, sedangkan sampel indeks yang terletak di tengah (10%) dihilangkan karena dianggap tidak ekstrim mencerminkan kriteria perusahaan tidak bertumbuh dan bertumbuh.

Tabel 2
Proses Pemilihan Sampel

Jumlah sampel perusahaan industri yang terdaftar dalam BEJ tahun 2001 dan 2002	155
Jumlah sampel perusahaan yang tidak memenuhi kriteria <i>Purposive Sampling</i>	32
Jumlah sampel perusahaan industri yang digunakan	123
Jumlah sampel perusahaan kategori bertumbuh (45%)	55
Jumlah sampel perusahaan kategori tidak bertumbuh (45%)	55
Jumlah sampel perusahaan setelah kategori bertumbuh dan tidak bertumbuh	110

2. Pengujian Hipotesis Satu

Analisis *Spearman Rank Correlation* digunakan untuk menguji hubungan ranking antara dua variabel dan sama sekali tidak mensyaratkan bentuk distribusi tertentu terhadap data (Conover 1980). Uji *one-tailed* dilakukan karena beberapa hasil penelitian menunjukkan arah koefisien korelasi yang relatif konsisten bagi seluruh proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini (Conover 1980).

Tabel 3
Korelasi Spearman antara Proksi IOS dengan Realisasi Pertumbuhan Perusahaan

Keterangan		Proksi IOS					Realisasi Pertumbuhan Perusahaan	
		MVABVA	MVEBVE	VPPE	CAPBVA	CAPMVA	Aset	Ekuitas
MVABVA	Correl.Coeff.	1,000	0,930	0,632	0,122	0,065	0,032	0,174
	Sig. (1-tailed)		0,000	0,000	0,089	0,239	0,362	0,027
	N	123	123	123	123	123	123	123
MVEBVE	Correl.Coeff.	0,930	1,000	0,621	0,162	0,112	0,031	0,209
	Sig. (1-tailed)	0,000		0,000	0,037	0,110	0,367	0,010
	N	123	123	123	123	123	123	123
VPPE	Correl.Coeff.	0,632	0,621	1,000	0,126	0,090	0,088	0,096
	Sig. (1-tailed)	0,000	0,000		0,083	0,161	0,168	0,146
	N	123	123	123	123	123	123	123
CAPBVA	Correl.Coeff.	0,122	0,162	0,126	1,000	0,973	0,475	0,160
	Sig. (1-tailed)	0,089	0,037	0,083		0,000	0,000	0,038
	N	123	123	123	123	123	123	123
CAPMVA	Correl.Coeff.	0,065	0,112	0,090	0,973	1,000	0,431	0,113
	Sig. (1-tailed)	0,239	0,110	0,161	0,000		0,000	0,107
	N	123	123	123	123	123	123	123
Aset	Correl.Coeff.	-0,032	0,031	0,088	0,475	0,431	1,000	0,259
	Sig. (1-tailed)	0,362	0,367	0,168	0,000	0,000		0,002
	N	123	123	123	123	123	123	123
Ekuitas	Correl.Coeff.	0,174	0,209	0,096	0,160	0,113	0,259	1,000
	Sig. (1-tailed)	0,027	0,010	0,146	0,038	0,107	0,002	
	N	123	123	123	123	123	123	123

Sumber : Data diolah

Tabel 3 menunjukkan bahwa :

- Korelasi antara rasio MVABVA dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas adalah positif, tetapi angka korelasi (0,032 dan 0,174) yang jauh dari 0,5 menunjukkan lemahnya hubungan kedua rasio tersebut. Korelasi antara rasio MVABVA dengan realisasi pertumbuhan aset adalah tidak signifikan (probabilitas 0,362 jauh di atas 0,05), yang berarti hubungan tersebut sangat lemah, sedangkan rasio MVABVA dengan realisasi pertumbuhan ekuitas adalah cukup signifikan (probabilitas 0,027 sedikit di bawah 0,05), yang berarti terdapat hubungan yang cukup kuat antara kedua rasio tersebut. Dengan demikian, uji korelasi ini mendukung hipotesis H_{1-a} .
- Korelasi antara rasio MVEBVE dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas adalah positif, tetapi angka korelasi (0,031 dan 0,209) yang jauh dari 0,5 menunjukkan lemahnya hubungan kedua rasio tersebut. Korelasi antara rasio MVEBVE dengan realisasi pertumbuhan aset adalah tidak signifikan (probabilitas 0,367 jauh di atas 0,05), yang berarti hubungan tersebut sangat lemah, sedangkan rasio MVEBVE dengan realisasi pertumbuhan ekuitas

- adalah cukup signifikan (probabilitas 0,010 sedikit di bawah 0,05), yang berarti terdapat hubungan yang cukup kuat antara kedua rasio tersebut. Dengan demikian, uji korelasi ini mendukung hipotesis H_{1-b} .
- Korelasi antara rasio VPPE dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas adalah positif, tetapi angka korelasi (0,088 dan 0,096) yang jauh dari 0,5 menunjukkan lemahnya hubungan kedua rasio tersebut. Korelasi antara rasio VPPE dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas adalah tidak signifikan (probabilitas 0,168 dan 0,146 jauh di atas 0,05), yang berarti hubungan tersebut sangat lemah. Dengan demikian, uji korelasi ini mendukung hipotesis H_{1-c} .
 - Korelasi antara rasio CAPBVA dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas adalah positif, tetapi angka korelasi (0,475 dan 0,160) yang sedikit jauh dari 0,5 menunjukkan cukup lemahnya hubungan kedua rasio tersebut. Korelasi antara rasio CAPBVA dengan realisasi pertumbuhan aset adalah signifikan (probabilitas 0,000 jauh di bawah 0,05), yang berarti hubungan tersebut sangat kuat, sedangkan rasio CAPBVA dengan realisasi pertumbuhan ekuitas adalah cukup signifikan (probabilitas 0,038 sedikit di bawah 0,05), yang berarti terdapat hubungan yang cukup kuat antara kedua rasio tersebut. Dengan demikian, uji korelasi ini mendukung hipotesis H_{1-d} .
 - Korelasi antara rasio CAPMVA dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas adalah positif, tetapi angka korelasi (0,431 dan 0,113) yang sedikit jauh dari 0,5 menunjukkan cukup lemahnya hubungan kedua rasio tersebut. Korelasi antara rasio CAPMVA dengan realisasi pertumbuhan aset adalah signifikan (probabilitas 0,000 jauh di bawah 0,05), yang berarti hubungan tersebut sangat kuat, sedangkan rasio CAPMVA dengan realisasi pertumbuhan ekuitas adalah tidak signifikan (probabilitas 0,107 jauh di atas 0,05), yang berarti terdapat hubungan yang sangat lemah antara kedua rasio tersebut. Dengan demikian, uji korelasi ini mendukung hipotesis H_{1-e} .

3. Pengujian Hipotesis Dua dan Tiga

Sebelum pengujian hipotesis dua, tiga, dan empat dilakukan, maka akan dilakukan terlebih dahulu pengujian normalitas data yang dilakukan dengan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dengan tingkat signifikansi 0,05 yang bertujuan untuk menguji apakah distribusi data hasil observasi berbeda signifikan dengan distribusi teoritis.

Tabel 4
Output *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

	BDE	MDE	DP	DY	LR
Normal Parameters(a,b) Mean	6,650	4,143	18,570	2,109	0,515
Std. Deviation	46,831	8,002	61,159	3,596	0,237
Most Extreme Differences Absolute	0,445	0,304	0,381	0,311	0,063
Positive	0,428	0,256	0,290	0,311	0,052
Negative	-0,445	-0,304	-0,381	-0,279	-0,063
Kolmogorov-Smirnov Z	4,930	3,368	4,222	3,449	0,704
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,704

Tabel 4 menunjukkan bahwa rasio BDE, MDE, DP, dan DY yang memiliki *Asymp.Sig.(2-tailed)* sebesar 0,000 ($p < 0,05$) memiliki data yang tidak berdistribusi secara normal, sedangkan rasio LR dengan *Asymp.Sig.(2-tailed)* sebesar 0,704 ($p > 0,05$) menunjukkan bahwa data yang dimilikinya berdistribusi secara normal.

Semua data yang menjadi variabel dalam pengujian hipotesis dua dan tiga adalah tidak normal, sehingga pengujian hipotesis tersebut harus dilakukan dengan pengujian non-parametrik, yaitu uji *Mann-Whitney U*.

Tabel 5
Output Mann-Whitney U untuk Kebijakan Pendanaan dan Dividen

Keterangan	Mean Rank	Sum of Ranks	Asymp.Sig. (2-tailed)
Tidak Tumbuh - BDE	28,936	1540	0,000
Tumbuh - BDE	28,000	1360	0,000
Tidak Tumbuh - MDE	30,426	1540	0,000
Tumbuh - MDE	28,000	1430	0,000
Tidak Tumbuh - DP	33,563	1540	0,000
Tumbuh - DP	28,000	1074	0,011
Tidak Tumbuh - DY	33,097	1540	0,000
Tumbuh - DY	28,000	1026	0,032

Sumber : Data diolah

Tabel 5 menunjukkan bahwa *mean rank* dan *sum of ranks* variabel BDE, MDE, DP, dan DY untuk perusahaan yang bertumbuh nilainya lebih kecil daripada perusahaan yang tidak bertumbuh dan signifikan pada level 0,05, kecuali untuk variabel DP dan DY pada perusahaan yang bertumbuh. Hal ini berarti bahwa perusahaan yang bertumbuh mempunyai kebijakan pendanaan dan dividen lebih kecil daripada perusahaan yang tidak bertumbuh. Dengan demikian, pengujian empiris ini mendukung hipotesis H_2 dan H_3 .

4. Pengujian Hipotesis Empat

Data yang menjadi variabel dalam pengujian hipotesis empat meskipun memiliki distribusi normal, namun data yang digunakan adalah bersifat ordinal, sehingga pengujian hipotesis tersebut harus menggunakan uji non-parametrik, yaitu *Mann-Whitney U*.

Tabel 6
Output Mann-Whitney U untuk Leverage Financial

Keterangan	Mean Rank	Sum of Ranks	Asymp.Sig. (2-tailed)
Tidak Tumbuh - LR	28,000	1540,000	0,000
Tumbuh - LR	27,111	1220,000	0,000

Sumber : Data diolah

Tabel 6 menunjukkan bahwa *mean rank* dan *sum of ranks* variabel LR untuk perusahaan yang bertumbuh nilainya lebih kecil daripada perusahaan yang tidak bertumbuh dan signifikan pada level 0,05. Hal ini berarti bahwa perusahaan yang bertumbuh mempunyai hutang (*leverage financial*) yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak bertumbuh. Dengan demikian, pengujian empiris ini mendukung hipotesis H₄.

Simpulan, Keterbatasan dan Riset Anjuran

Hasil pengujian data menunjukkan bahwa kelima proksi IOS (MVABVA, MVEBVE, VPPE, CAPBVA, CAPMVA) memiliki korelasi yang positif dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas, meskipun hubungan yang dimiliki tersebut lemah. Oleh karena itu, pertumbuhan perusahaan tidak efektif jika diprosikan hanya dengan satu variabel IOS saja. Semakin banyak variabel IOS yang digunakan, maka akan semakin akurat hasil yang diperoleh (Sami, dkk., 1999).

Hasil pengujian *Mann-Whitney U* menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan eksternal yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang tumbuh lebih mampu mendanai usahanya secara internal, sehingga perusahaan tidak terlalu tergoda untuk mencari sumber dana dari luar (eksternal).

Perusahaan yang bertumbuh juga mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang tumbuh telah menganut teori *contracting*, yang mengutamakan kebijakan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Kenyataan ini mungkin disebabkan karena kondisi perusahaan yang mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayar dividen karena perusahaan tidak banyak menggunakan sumber dana dari luar sehingga dana lebih banyak digunakan untuk mendanai investasi dan proyeknya (Subekti dan Indra Wijaya, 2001). Oleh karena lebih banyak menggunakan dana internal daripada eksternal untuk mendanai perusahaannya, maka perusahaan tumbuh akan mempunyai *leverage financial* yang lebih kecil daripada perusahaan tidak tumbuh.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah :

1. Sampel perusahaan yang digunakan adalah hanya pada tingkat industri dengan periode waktu 2 tahun (2001-2002). Pemilihan *purposive-sampling* menyebabkan hasil pengujian sulit digunakan sebagai dasar generalisasi.
2. Proksi IOS yang digunakan merupakan pilihan dari keseluruhan proksi IOS yang ada.
3. Hasil pengujian mungkin dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dapat dijelaskan oleh model pengujian, sehingga dapat menyebabkan ketidaktepatan koefisien yang diperoleh.

Saran penelitian berikutnya adalah menambah variabel IOS berupa beban riset dan pengembangan perusahaan dan dengan mempertimbangkan struktur kepemilikan perusahaan.

Daftar Pustaka

- Adam, T., dan V.K. Goyal. 1999. *The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables : Theory and Evidence*. Working Paper, Hongkong University of Science and Technology.
- AlNajjar, F, dan A. Riahi-Belkaoui. 2001. Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities. *Managerial Finance* Vol.27 No.3: 72-90.
- Baker, George P. 1993. Growth, Corporate Policies, and the Investment Opportunity Set. *Journal of Accounting and Economics* 16: 161-165.
- Barclay, Michael J., Clifford W.Smith Jr., dan Ross L. Watts. 1998. The Determinations of Corporate Leverage and Dividend Policies. *The New Corporate Finance*, 2nd ed., Malaysia : McGraw-Hill.
- Barclay, M. J., E. Morellec, dan Clifford W.Smith Jr. 2001. *On the Debt Capacity of Growth Options*. Working Paper, University of Rochester.
- Bowman, R.G., dan F. Navissi. 1998. *The Association between Earnings Management, Discretionary Accruals, and Abnormal Returns*. Working Paper, The University of Auckland.
- Cahan, Steven F., dan Mahmud Hossain. 1996. The Investment Opportunity Set and Disclosure Policy : Some Malaysian Evidence. *Asia Pasific Journal of Management* Vol.13 No.1: 65-85.
- Christie, A. A. 1990. Aggregation of Test Statistics : An Evaluation of the Evidence on Contracting and Size Hypotheses. *Journal of Accounting and Economics* 12: 15-36.
- Chung, Kee H., dan Charlie Charoenwong. 1991. Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stocks. *Financial Management* (Autumn): 21-33.
- Conover, W., J.. 1980. *Practical Nonparametric Statistics*, 2nd ed., John Wiley and Sons, Canada.
- Fijrianti, Tettet, dan Jogiyanto Hartono M. 2000. Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Symposium Nasional Akuntansi III*: 851-877.
- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis*. NJ: Prentice Hall Englewood Cliffs.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate

- Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics* 16: 125-160.
- Gul, F.A., S. Leung, dan B. Srinidhi. 2000. *The Effect of Investment Opportunity Set and Debt Level on Earnings Return Relationship and the Pricing of Discretionary Accruals*. Working Paper, City University of Hongkong.
- Hartono, Jogyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFE.
- Hair, Joseph F., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, dan William C. Black. 1995. *Multivariate Data Analysis. With Reading*, 4th ed., Mc Millan Publishing Company.
- Indonesian Capital Market Directory. 2003. *Bursa Efek Jakarta*. Jakarta.
- Jati, I Ketut. 2003. Relevansi Nilai Dividend Yield dan Price Earnings Ratio dengan Moderasi Investment Opportunity Set (IOS) dalam Penilaian Harga Saham. *Simposium Nasional Akuntansi VI*: 575-587.
- Jones, Stewart, dan Rohid Sharma. 2001. The Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decisions : Some Australia Evidence. *Managerial Finance* Vol.27 No.3: 48-64.
- Kallapur, Sanjay, dan Mark A. Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Accounting* 26, April/May: 505-519.
- , 2001. The Investment Opportunity Set : Determinants, Consequences and Measurement. *Managerial Finance* Vol.27 No.3: 3-15.
- Kim, E. Han. 1982. Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance* Vol. XXXVII No.2: 301-319.
- Myers S. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* No.5: 147-175.
- Prasetyo, Adi. 2000. Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar : Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi III*: 878-905.
-

- Sami, Heibatollah, S.M. Simon Ho, dan C.K. Kevin Lam. 1999. *Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, Leasing, and Compensation Policies : Some Evidence from an Emerging Market*. Working Paper, Gadjah Mada University.
- Saputro, Julianto Agung dan Lilis Setiawati. 2003. Kesempatan Bertumbuh dan Manajemen Laba : Uji Hipotesis Political Cost. *Simposium Nasional Akuntansi VI*: 427-437.
- Skinner, Douglas J. 1993. The Investment Opportunity Set and Accounting Procedures Choice. *Journal of Accounting and Economics* 16: 407-446.
- Smith Jr., Clifford W., dan Ross L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics* 32: 263-292.
- Subekti, Imam dan Indra Wijaya Kusuma. 2001. Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 4 No. 1, 1 Januari 2001: 44-63.
- Subekti, Imam. 2001. Bukti Tambahan atas Asosiasi antara the Investment Opportunity Set dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan pada Pasar Sedang Berkembang. *Tema* Vol. II No. 1, Maret 2001: 13-26.
- Subramanyam, K.R. 1996. The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22: 249-281.
- Sugiri, Slamet, dan Syukri Abdullah. 2003. Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, dan Leverage Finansial terhadap Manajemen Laba. *Kajian Bisnis STIE Widya Wiwaha Yogyakarta* No. 28: 11-24.
- Watts, Ross L., dan Jerold L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall Englewood Cliffs, NJ.
- Weill, L. 2000. Leverage and Corporate Performance : A Frontier Efficiency Analysis. Working Paper, Universite Robert Schuman.

LAMPIRAN STATISTIK DESKRIPTIF

Descriptive Statistics

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Sum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>
MVABVA	123	0,417	248,099	390,492	3,175	22,282
MVEBVE	123	0,050	1271,107	1697,455	13,800	116,609
VPPE	123	0,548	417,341	957,623	7,786	37,548
CAPBVA	123	-0,187	0,512	3,534	0,029	0,085
CAPMVA	123	-0,249	1,563	5,427	0,044	0,193
Valid N (listwise)	123					

Descriptive Statistics

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Sum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>	<i>Statistic</i>
MVABVA	123	0,417	248,099	390,492	3,175	22,282
MVEBVE	123	0,050	1271,107	1697,455	13,800	116,609
VPPE	123	0,548	417,341	957,623	7,786	37,548
CAPBVA	123	-0,187	0,512	3,534	0,029	0,085
CAPMVA	123	-0,249	1,563	5,427	0,044	0,193
AsetTumbuh	123	-0,426	1,152	3,798	0,031	0,217
EkuitasTumbuh	123	-0,330	435,412	464,821	3,779	39,244
Valid N (listwise)	123					

Descriptive Statistics

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>
BDE	123	6,650	46,831	0,121	520,028
MDE	123	4,143	8,002	0,032	71,291
DP	123	18,570	61,159	0,000	626,605
DY	123	2,109	3,596	0,000	17,500
LR	123	0,515	0,237	0,105	0,955

Descriptive Statistics

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>
BDE	123	6,650	46,831	0,121	520,028
MDE	123	4,143	8,002	0,032	71,291
DP	123	18,570	61,159	0,000	626,605
DY	123	2,109	3,596	0,000	17,500
IOS TIDAK TUMBUH	55	-0,341	0,157	-1,144	-0,166

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
BDE	123	6,650	46,831	0,121	520,028
MDE	123	4,143	8,002	0,032	71,291
DP	123	18,570	61,159	0,000	626,605
DY	123	2,109	3,596	0,000	17,500
IOS TUMBUH	55	0,374	0,916	-0,118	5,280

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
LR	123	0,515	0,237	0,105	0,955
IOS TUMBUH	55	0,374	0,916	-0,118	5,280
IOS TIDAK TUMBUH	55	-0,341	0,157	-1,144	-0,166